

【研究ノート】

株式上場が企業財務内容に及ぼす影響の研究

～サンエーの有価証券報告書を事例として～

A Study of the Effects of Stock Listing on Corporate Finance :
Case of Annual Securities Report of San-A

前 泊 博 盛・仲 田 朝 秀

Hiromori MAEDOMARI and Tomohide NAKADA

【要 旨】

本稿では、株式上場が企業の財務内容に及ぼす影響について研究を行った。調査・研究対象として沖縄県内の上場企業5社のなかから「サンエー」を研究対象とし、株式上場がサンエーの企業財務内容に与えた影響についてサンエーの有価証券報告書を基に分析を試みた。

サンエーの財務諸表の中から、まず始めに貸借対照表を中心に株式上場や増資による財務内容への影響について分析を行った。次に損益計算書を中心に、株式上場がサンエーの収益性に与えた影響について分析を行った。また財務内容の変化が株主に対する経営戦略に与えた影響に加え、サンエーのキャッシュ・フローと設備投資との関連性についても分析を試みた。さらに、雇用、賃金、配当などへの株式上場による影響についてもデータ分析を行った。

また、サンエーの経営理念および経営ビジョンをもとにサンエーの経営戦略と株式上場との関連性を考察した。

以上の分析結果から、株式上場がサンエーの債務軽減、資金調達先の多様化、経営規模の拡大、雇用拡大、配当の増配など企業の発展に大きな好影響を与えたことが確認できた。

キーワード：株式上場・財務内容への影響・有価証券報告書

I はじめに

株式とは、「株式会社における出資者たる社員（株主）の地位を割合的単位に細分化したものである。株主の地位を均一の割合的単位に細分化することで、不特定多数に出資を求めることができ」、¹多くの出資者から資本を調達することが可能となる。株式は、「企業のファイナンスの基本的手段であり、他方で株主という会社のガバナンスの基底層を形成す

る手段でもある。いわば、株式は、株式会社のファイナンスとガバナンスの結節点であるともいえる」²。

株式上場とは、「証券取引所の開設する証券市場（流通市場）において、流通（売買）の対象となる有価証券とすること」³をいう。つまり、株式市場において誰でも自由に株式を売買できるようにするということである。それを「企業の側からいえば、その発行する有価証券について証券取引所の開設する市場において売買取引される資格を取得すること」⁴と言い換えることができる。この資格を取得するための審査が上場審査であり、上場審査基準を満たした企業だけが株式上場の資格を取得することになる。

株式を上場することにより企業は様々な影響を受けることになる。まずメリットについていえば、「社会的信用度・知名度が増大し、これに伴い取引の拡大、情報量の拡大、社員のモラルの向上、優秀な人材の採用などの効果をもたらす」⁵ことが期待される。また信用力・知名度の増大により金融機関からの借入れも容易に行えるようになり、さらに公募増資など多様な資金調達を行うことができるようになることから、結果的に財務内容の強化につながることになる。このほかにも、創業者利潤の実現や資産価値の明確化、経営管理体制の整備などがあげられる。

これに対し、デメリットとしては、企業は常に株主価値の増大に努力をしなければならないということである。また、株主への説明責任の増大からディスクロージャーが義務化され、企業は法定開示書類を作成しなければならなくなり、加えて四半期決算の導入により企業のコスト負担は年々大きくなっている。「経営の透明化」⁶が求められるようになり、情報開示や内部統制にかかるコストや事務量が増大し、企業収益に影響を与えることも考えられる。さらに、株主総会の開催に関する手続きも多くなり、総会運営や事務などで財務担当者や経理担当者の負担が増すことになる。また、「会社の支配、買収を狙って株の買い占めを目的とする株主や株主権の乱用を狙いとする悪質株主も想定しなければならない。最近では、株主代表訴訟の増加にも留意する必要がある」⁷。

このように、企業は株式を上場することにより必ずしもプラスの面だけでなく様々な影響を受けることとなるが、本稿では株式上場が企業の財務内容に与える影響を中心に検討していくこととする。

1 加藤徹・塚本和彦『新会社法の基礎』法律文化社（2009年）34頁

2 末永敏和・吉本健一『新株式制度の読み方・考え方』中央経済社（2002年）1頁

3 久保幸年『上場基準・上場審査ハンドブック』中央経済社（2005年）6頁

4 同上

5 監査法人トーマツ『株式上場ハンドブック』中央経済社（2002年）4頁～5頁

6 同上 11頁

7 同上 8頁

日本国内には 1,805,545 社の企業が存在しているが⁸、そのうち上場基準を満たし、各証券取引所に上場を果たしているのは 4,419 社であり、その割合は 0.24% である。その内訳は、東京証券取引所が 2,291 社、大阪証券取引所が 1,623 社、名古屋証券取引所が 313 社、札幌証券取引所が 68 社、福岡証券取引所が 124 社となっている。

一方、沖縄県内には 12,963 社の企業が存在しており⁹、そのうち上場を果たしている企業は沖縄銀行、沖縄セルラー電話、沖縄電力、サンエー、琉球銀行の 5 社である。その割合は 0.04% となっている。表 1 は 2011 年度県内企業の売上高ランキング上位 30 社であるが、上場企業 3 社（金融機関は除くため）ともランクインしている。この上位 30 社の中には上場審査基準を満たす企業もあるが、その多くが未上場である。企業は上場によるメリット・デメリットを比較検討して総合的判断で上場を決断すると考えられるが、なぜ多くの県内企業は上場しないのかという点に留意しながら県内上場企業の財務内容を分析していくことにしたい。

本稿では、県内上場企業のなかからサンエーを分析対象とした。沖縄県内で上場基準を満たしているにも関わらず上場を行わない企業にとって、将来もし上場を想定する場合には、サンエーは先行事例となりうると考えられるからである。なぜなら、県内企業のうち約 3000 社がサンエーと同様の卸・小売業に属しているからである。¹⁰ また、表 1 をみるとサンエーと同じ業種である「スーパー」が 5 社ランクインしており、それらの企業は将来の上場を目指す有力な候補となりうるからである。

上場企業は毎年有価証券報告書の提出が義務づけられており、それらの決算情報は EDINET 等で容易に検索することができる。しかしながら、企業の情報開示が義務化されているのは、上場後と一部の大企業のみである。上場企業においても上場前の企業情報の開示義務はない。上場前の財務諸表が開示されれば財務内容の期間比較が可能となり、その企業の利害関係者にとって有用な情報になると考えられる。

⁸ 総務省統計局統計調査部経済基本構造統計課「平成 21 年経済センサス基礎調査」
<http://www.e-stat.go.jp/SG1/estat/List.do?bid=000001034855&cyclo=0>

⁹ 同上 <http://www.e-stat.go.jp/SG1/estat/List.do?bid=000001034902&cyclo=0>

¹⁰ 総務省統計局統計調査部経済基本構造統計課「平成 21 年経済センサス基礎調査」
<http://www.e-stat.go.jp/SG1/estat/List.do?bid=000001034902&cyclo=0>

表 1 2011 年度県内企業売上高ランキング（上位 30 社）

| 順位 | 社名 | 業種 | 売上高 (百万円) | 対前期比 増減(%) |
|----|------------------|------------|--------------|---------------|
| 1 | 南西石油(株) | 石油精製 | 220,393 | 31.2 |
| 2 | 沖縄電力(株) | 電気 | 157,886 | 4.6 |
| 3 | (株)サンエー | スーパー | 142,345 | 1.5 |
| 4 | (医)沖縄徳州会 | 病院 | 94,740 | 8.3 |
| 5 | 金秀商事(株) | スーパー | 66,142 | 2.4 |
| 6 | イオン琉球(株) | スーパー | 63,176 | 2.1 |
| 7 | (株)りゅうせき | 石油類卸売 | 54,201 | 8.2 |
| 8 | 沖縄セルラー電話(株) | 携帯電話サービス | 47,773 | 6 |
| 9 | (株)沖縄ファミリーマート | コンビニエンスストア | 43,260 | 5.3 |
| 10 | 日本トランスオーシャン航空(株) | 航空輸送 | 39,492 | -0.3 |
| 11 | (株)ピータイム | 遊技場 | 34,480 | 0.7 |
| 12 | (株)琉薬 | 薬品卸売 | 28,238 | 4.5 |
| 13 | 沖縄出光(株) | ガソリンスタンド | 26,808 | 13.3 |
| 14 | (株)野嵩商会 | スーパー | 25,693 | 4.4 |
| 15 | (株)ローソン沖縄 | コンビニエンスストア | 25,366 | 6.5 |
| 16 | (株)スズケン沖縄薬品 | 薬品卸売 | 23,625 | 0.5 |
| 17 | (株)ホクガン | 冷凍食品卸売 | 22,060 | 0.8 |
| 18 | (生協)コープ沖縄 | スーパー | 21,535 | -0.9 |
| 19 | オリオンビール(株) | 酒類製造 | 20,795 | 0.4 |
| 20 | ザ・テラスホテルズ(株) | ホテル | 20,601 | 0.8 |
| 21 | (株)國場組 | 総合建設 | 20,229 | -20.3 |
| 22 | (株)ダイコー沖縄 | 薬品卸売 | 20,181 | 3.3 |
| 23 | (株)JAおきなわSS | ガソリンスタンド | 17,385 | 12 |
| 24 | 社会(医)友愛会 | 病院 | 17,273 | 6.1 |
| 25 | 沖縄県生コンクリート(協) | 生コン卸売 | 17,102 | -0.1 |
| 26 | (株)リウボウストア | スーパー | 16,013 | 5.4 |
| 27 | ジーマ(株) | 食料品卸売 | 15,857 | 0.2 |
| 28 | 琉球海運(株) | 海上輸送 | 15,036 | -5.2 |
| 29 | (有)モリ | 遊技場 | 14,940 | 15.8 |
| 30 | (株)湧川商会 | 食料品卸売 | 14,836 | 1.6 |

出典：『琉球新報』2012 年 5 月 3 日付朝刊より

東京商工リサーチ沖縄支店調べ

II サンエーの財務内容分析

この章では、サンエーの有価証券報告書を基に財務内容を分析していくこととする。有価証券報告書とは、金融商品取引法の規定により、事業年度ごとに内閣総理大臣に提出することを義務づけられている書類で、「企業の概況、事業の状況、設備の状況、提出会社の状況、経理の状況などが記載されている」。¹¹

¹¹ 佐藤裕一『ビジュアル 経営分析の基本』日本経済新聞出版社（2011 年）18 頁

1. サンエーの沿革

サンエーの前身は、1950年に創業社長である故・折田喜作が、出身地である沖縄県・宮古島（旧平良市、現宮古島市平良）に開業した個人経営の雑貨店「オリタ商店」である。折田は、宮古島から沖縄本島への事業展開を試みるため1970年5月に那覇市安里に株式会社サンエーを設立し、同年7月に衣類販売を中心とする那覇店（第一号店）を出店している。

サンエーの経営理念は「自主独立」と「善の発想」である。「自主独立」とは、どんなことも他人まかせにせず、自分で自分の進む道を切り開いていくという精神であり、創業以来一貫しているサンエーの信念である¹²。

「善の発想」は「人を好きになり、お客様の喜びを自らの喜びとする心」のことで、つまり心のプラス発想のことである。「この想いがあるからこそ、どんな大きな壁にぶつかっても、発想の転換により、それをチャンスととらえ、デメリットをメリットに変えることができる」と強調されている。¹³ この「自主独立」の精神と、「善の発想」の信念が、多くの困難を乗り越え、今日のサンエーの成功を支える原動力となったとされている。

創業者・折田喜作の念願は「20世紀中に株式公開にまで持って行きたい」¹⁴ということであった。「宮古島でオリタ商店を開業したときには、どの銀行もなかなかお金を貸してくれず、資金繰りに苦労することもあった。また仕入れに関しても、信用がないため苦労が絶えなかった。さらに言えば、本土の企業は沖縄の企業を見下している感じがしたという。折田は、沖縄の企業でもやればできるじゃないかということを見せたい、沖縄を元気にする企業をつくりたい、そして信用を勝ち取りたいとの思いから、事業を拡大し、成功して沖縄の人たちに希望を与えられる企業を目指した」という。¹⁵ その一つの到達点が株式上場であったといえる。そしてその基底には、サンエーの経営理念である「自主独立」の精神と「善の発想」の信念があったと考えられる。

表2はサンエーの沿革である。サンエーは2000年9月に日本証券業協会に店頭登録し、2005年2月に東京証券取引所市場第二部に上場、翌2006年2月に東京証券取引所市場第一部に上場している。

¹² サンエー HP より <http://www.san-a.co.jp/kaishaannai/rinen.htm>

¹³ 同上

¹⁴ 「総力特集 ローカルの王者 強さの秘密」『商業界』（2001年）37頁

¹⁵ 2012年9月27日 今中泰洋・サンエー取締役総務部長への筆者インタビュー

表2 サンエーの沿革

| | |
|----------|---|
| 1950年1月 | ・ 沖縄県平良市に「オリタ商店」を創業 |
| 1970年5月 | ・ 沖縄県那覇市安里に株式会社サンエーを設立(資本金 50 千ドル) |
| 1970年7月 | ・ 総合衣料セルフサービス店「那覇店」を開店 |
| 1972年5月 | ・ 本土復帰に伴う通貨の切換えにより、資本金は 24,400 千円となる |
| 1974年1月 | ・ 沖縄県那覇市に「ホテルサンワ」を開業 |
| 1977年6月 | ・ 沖縄県沖縄市に総合大型店舗「ファミリープラザコザ店(現「中の町タウン」)」を開店 |
| 1982年9月 | ・ サンエー運輸株式会社(現在非連結子会社)を設立(資本金 10,000 千円) |
| 1984年11月 | ・ 沖縄県宜野湾市大山に大山流通センターを新設し、ディストリビューションセンターを稼働 |
| 1985年5月 | ・ 沖縄県宜野湾市大山に本社を移転 |
| 1985年6月 | ・ 大山流通センター内に生鮮加工センター(現・食品加工センター)を開設 |
| 1985年11月 | ・ 沖縄県浦添市に郊外型ショッピングセンター「マチナトショッピングセンター」を開店 |
| 1989年9月 | ・ ニチリウ(日本流通産業株式会社)グループに加盟 |
| 1992年9月 | ・ 食品加工センター内に食品工場を稼働 |
| 1994年5月 | ・ 沖縄県那覇市に外食ロードサイドレストラン1号店「和風亭小禄店」を開店 |
| 1995年4月 | ・ 株式会社ダイイチ(現「株式会社エディオン」)とフランチャイズ契約を締結し、家電販売を開始 |
| 1998年10月 | ・ 「サンエーカード」(ポイントカード)を導入 |
| 2000年9月 | ・ 日本証券業協会に店頭登録 |
| 2001年10月 | ・ DC センターを隣接地に新築移転。 |
| 2002年1月 | ・ 株式会社ジョイフルとのフランチャイズ契約を締結し、沖縄県那覇市に「ジョイフルおもしろまち店」を開店 |
| 2002年10月 | ・ 沖縄県那覇市に「那覇メインプレイス」(売場面積 32,312 m ²)を開店 |
| 2003年10月 | ・ 「サンエーVISAカード」(クレジットカード(株式会社オックス(現・株式会社 OCS)提携))を導入。 |
| 2005年2月 | ・ 東京証券取引所市場第二部に上場。 |
| 2005年7月 | ・ 沖縄県宜野湾市に NSC(近隣型ショッピングセンター)1号店「大山シティ」を開店 |
| 2006年2月 | ・ 東京証券取引所市場第一部に上場。 |
| 2006年7月 | ・ ISO「22000」認証取得(食品加工センター) |
| 2006年10月 | ・ 株式会社マツモトキヨシとフランチャイズ契約を締結し、ドラッグストア1号店を開店 |
| 2007年10月 | ・ 創業店舗「那覇店」(平成 19 年 2 月閉店)をドラッグストアに業態転換 |
| 2008年2月 | ・ 「サンエーEdy カード」(プリペイド型電子マネーEdy(ビットワレット株式会社運営))を導入 |
| 2009年12月 | ・ 株式会社ローソンとの合併会社「株式会社ローソン沖縄」(当社持分率 51%)が、沖縄県内におけるコンビニエンスストアのフランチャイズシステム及び直営店舗の運営を開始 |
| 2012年3月 | ・ 株式会社東急ハンズとフランチャイズ契約を締結 |

出典：サンエー HP <http://www.san-a.co.jp/kaishaannai/history.htm>

2. サンエーの財務諸表分析

この項ではサンエーの財務諸表を基に分析を行う。財務諸表とは 会計帳簿に基づいて作成され、利害関係者に対して一定期間の経営成績や財政状態等を明らかにするものである。主な財務諸表には、貸借対照表や損益計算書、キャッシュ・フロー計算書等がある。

まず貸借対照表を基に分析を行う。貸借対照表とは、企業の事業年度末の財政状態を表すものである。まず最初に株主資本に注目する。表3はサンエーの株主資本の推移である。2000年9月に有償一般募集で21億9,900万円を調達し、資本金が13億7900万円、資本準備金が13億4300万円に増加した。2003年11月に有償一般募集で9億500万円、同年12月に第三者割当増資で7,800万円を調達し、資本金が18億7200万円、資本準備金が18億3500万円に増加した。2006年2月に有償一般募集で32億8,200万円、同年2月に第三者割当増資で4億1,900万円を調達し、資本金は37億2300万円、資本準備金は36億8600万円に増加している。株式上場によりサンエーは市場から直接資金調達を行うことで株主資本を増加させた。その結果、株式上場前の1999年度を100とした場合、2011年度では資本金は921.5、資本準備金は3097.5と大きく増加しており、資本の拡充が実現している。

次に別途積立金に注目したい。別途積立金とは、任意積立金のひとつであり、積み立ての目的を特定していない任意積立金のことであり、用途を特定しない利益留保項目として設定され、取り崩しには株主総会や取締役会の決議が必要である。1999年度の別途積立金の金額は95億8000万円であったが年々増加を続け、2011年度のコレは、525億3,000万円となっており、用途が特定されない巨額の利益がサンエーに内部留保されていると考えられる。

表3 サンエーの株主資本の推移

(単位:百万円)

| | 第30期 | 第31期 | 第32期 | 第33期 | 第34期 | 第35期 | 第36期 | 第37期 | 第38期 | 第39期 | 第40期 | 第41期 | 第42期 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 1999年度 | 2000年度 | 2001年度 | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2007年度 | 2008年度 | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 |
| 資本金 | 404 | 1,379 | 1,379 | 1,379 | 1,872 | 1,872 | 3,723 | 3,723 | 3,723 | 3,723 | 3,723 | 3,723 | 3,723 |
| 資本準備金 | 119 | 1,343 | 1,343 | 1,343 | 1,835 | 1,835 | 3,686 | 3,686 | 3,686 | 3,686 | 3,686 | 3,686 | 3,686 |
| 利益準備金 | 101 | 101 | 344 | 344 | 344 | 344 | 344 | 344 | 344 | 344 | 344 | 344 | 344 |
| 圧縮積立金 | 723 | 411 | 398 | 385 | 373 | 367 | 356 | 355 | 343 | 333 | 324 | 315 | 307 |
| 特別償却準備金 | 0 | 44 | 43 | 37 | 29 | 23 | 15 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 別途積立金 | 9,580 | 11,340 | 14,150 | 16,580 | 19,800 | 23,330 | 26,890 | 30,530 | 34,430 | 38,930 | 43,330 | 47,730 | 52,530 |
| 繰越利益剰余金 | 1,931 | 3,211 | 2,625 | 3,410 | 3,777 | 3,907 | 4,103 | 4,456 | 5,108 | 4,975 | 5,008 | 5,520 | 6,061 |
| 自己株式 | 0 | 0 | 0 | 0 | △ 20 | △ 18 | △ 20 | △ 22 | △ 23 | △ 23 | △ 24 | △ 25 | △ 25 |
| 株主資本合計 | 12,858 | 17,829 | 20,282 | 23,478 | 28,010 | 31,660 | 39,097 | 43,072 | 47,611 | 51,968 | 56,391 | 61,293 | 66,626 |

出典：サンエー『有価証券報告書』2000年度版～2011年度版

次に負債項目の借入金をみていくことにする。表4は借入金の推移である。借入金依存度とは、企業が保有する資産のうち、どの程度の割合が外部からの借入金によって賄われているかを示す指標であり、インタレスト・カバレッジ・レシオとは「支払利息等の金融費用に対して事業活動で獲得した利益の総額が何倍あるかを表しており」、¹⁶ 企業の利息支

¹⁶ 富樫清仁『入門 財務分析』税務経理協会（2002年）165頁

払能力をはかる指標である。

借入金は、1999 年度には短期・長期の合計で 145 億 5,800 万円となっており、借入依存度は 37.8%となっていたが、2002 年度以降は低下を続け、2011 年度では 18 億 1,600 万円、借入依存度は 2 %となっており、借入金の金額ベースでは 2011 年度は 1999 年度の 12%程度にまで低下している。以上の結果から、サンエーは必要資金の調達方法を間接金融から直接金融へと移行してきていることが推察できる。

支払利息をみると 1999 年度の 4 億 4,200 万円から 2011 年度には 4,100 万円となっており、利息負担が軽減され収益性の向上につながっている。また、インタレスト・カバレッジ・レシオに注目すると、支払利息の減少と売上収益の増加により、1999 年度の 10.4 倍から 2011 年度には 242.6 倍と大きく高まっている。これはサンエーの金利負担能力の高さを示しており、有利子負債の返済の安全度が高いということがいえる。

表 4 サンエーの借入金の推移

| | 1999年度 | 2000年度 | 2001年度 | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2007年度 | 2008年度 | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 短期借入金(百万円) | 600 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 長期借入金(百万円) | 13,958 | 12,698 | 10,482 | 13,990 | 11,626 | 9,264 | 7,186 | 5,270 | 3,791 | 3,574 | 2,988 | 2,402 | 1,816 |
| 借入金依存度(%) | 37.8 | 30.5 | 24.0 | 26.9 | 18.8 | 16.1 | 11.2 | 7.9 | 5.4 | 4.4 | 3.5 | 2.8 | 2.0 |
| 支払利息(百万円) | 442 | 389 | 328 | 311 | 297 | 213 | 157 | 116 | 86 | 67 | 63 | 52 | 41 |
| インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍) | 10.4 | 12.9 | 17.8 | 20.2 | 25.0 | 35.0 | 51.2 | 70.2 | 99.6 | 122.2 | 139.5 | 178.9 | 242.6 |

出典：サンエー『有価証券報告書』 2000 年度版～ 2011 年度版

『日経経営指標』 2003 年度版～ 2011 年度版

3. サンエーの経営分析

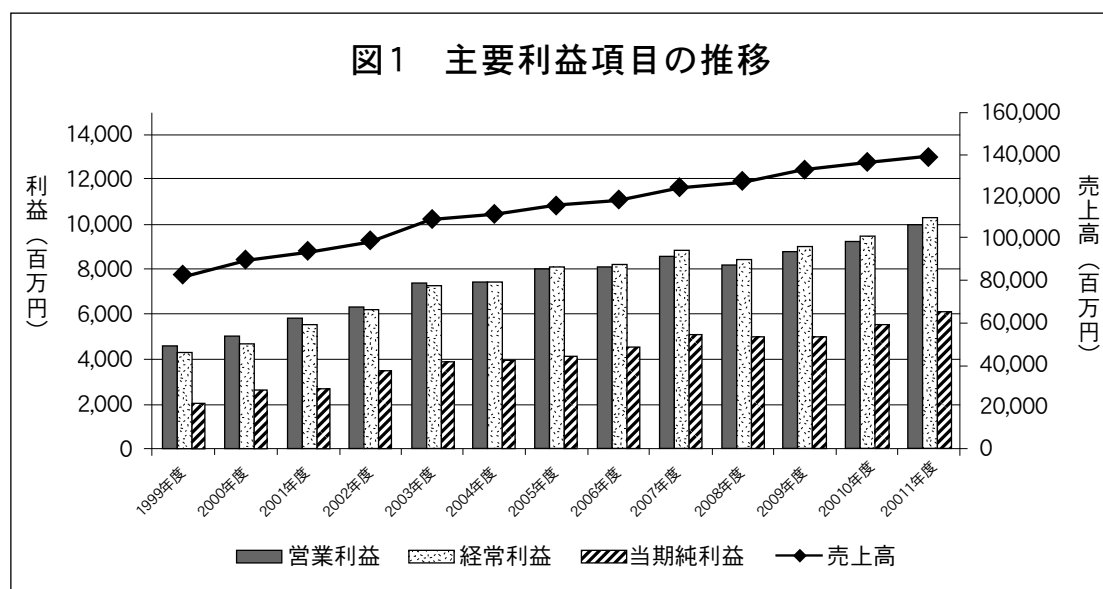
サンエーの財務諸表分析から同社が資本の充実を図り、結果として財務の健全性が高まったことがわかった。この項では株式上場がサンエーの収益性にどのような影響を与えているのかをサンエーの損益計算書を中心に分析していく。損益計算書とは、企業の事業年度の経営成績を表すものである。

表 5 はサンエーの主要利益項目の推移であり、図 1 は表 5 をグラフ化したものである。サンエーは株式上場の 1999 年度から 2007 年度まで 9 年連続増収増益を達成し、順調に企業業績を伸ばしてきた。2008 年度には世界的な金融危機の影響を受けて増収減益となるが、その後は 2011 年度まで 3 年連続増収増益を果たしている。これを資本運用の観点から分析してみる。

表5 サンエーの損益計算書の主要利益項目の推移

| | 1999年度 | 2000年度 | 2001年度 | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2007年度 | 2008年度 | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 |
|-------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 売上高 | 82,651 | 89,490 | 93,562 | 99,263 | 108,821 | 111,288 | 115,764 | 118,140 | 123,963 | 127,279 | 132,154 | 136,148 | 138,171 |
| 営業利益 | 4,547 | 5,003 | 5,793 | 6,289 | 7,386 | 7,414 | 8,005 | 8,092 | 8,515 | 8,146 | 8,741 | 9,232 | 9,882 |
| 経常利益 | 4,228 | 4,646 | 5,489 | 6,130 | 7,181 | 7,343 | 7,995 | 8,175 | 8,772 | 8,379 | 8,894 | 9,458 | 10,173 |
| 当期純利益 | 1,929 | 2,568 | 2,625 | 3,400 | 3,773 | 3,900 | 4,100 | 4,451 | 5,035 | 4,900 | 4,982 | 5,494 | 6,004 |

出典：サンエー『有価証券報告書』 2000 年度版～ 2011 年度版



出典：サンエー『有価証券報告書』 2000 年度版～ 2011 年度版

表6は表5を基に作成した主要利益項目の増減率である。増収率は売上高の増減を表し、増益率は当期純利益の増減を表している。売上高の増加率に比べて、営業利益、経常利益、当期純利益の増加率が高いことから、各費用の増加を抑え経営の効率化を図っていることがわかる。

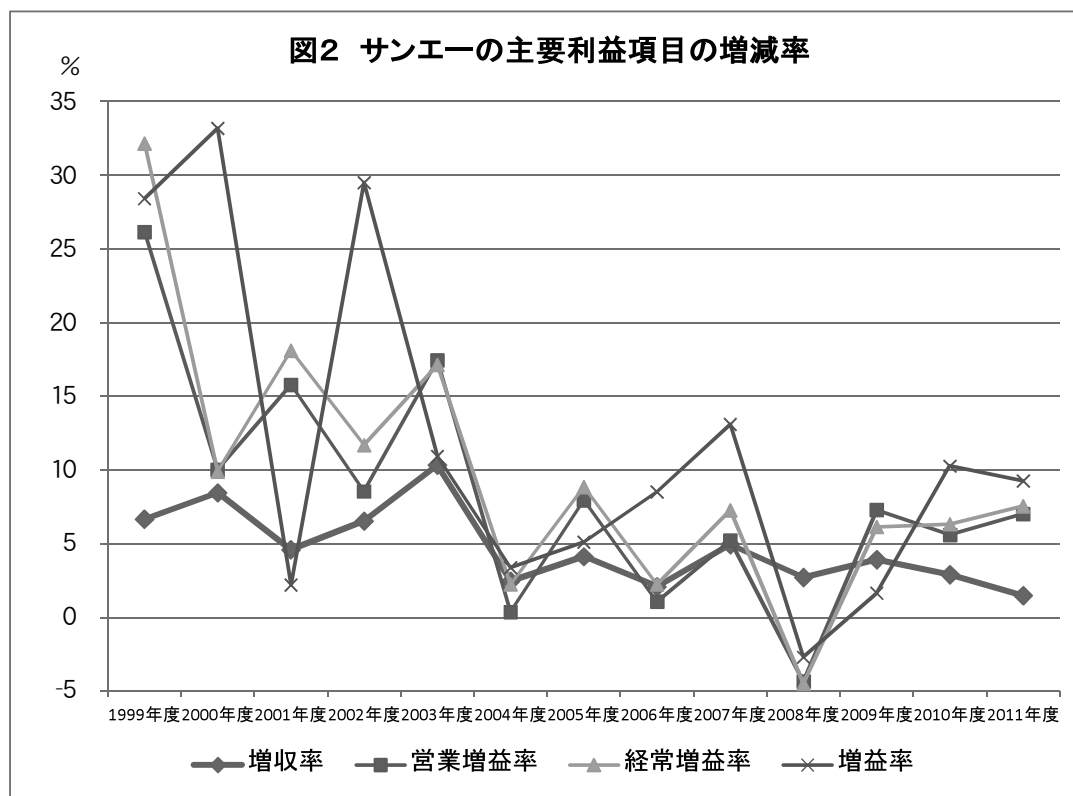
図2は表6をグラフ化したものである。増収率は低下傾向にはあるものの、2004年度以降は安定的に推移している。このことから2004年度以降、サンエーの収益構造は安定してきていることが考えられる。営業利益および経常利益に関しては、2008年度を除けば、2004年度以降は10%以内での増加率を確保している。増益率は数値に大きな変動があるものの、2008年度を除いて増益を確保しているが、2002年度以前のような25%を超える高収益率を確保できていない。2004年度以降では10%を超える増益率を達成した年は、2007年度と2010年度の2回であり、増益率は低下傾向にあると考えられる。

表6 サンエーの主要利益項目の増減率

(単位: %)

| | 1999年度 | 2000年度 | 2001年度 | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2007年度 | 2008年度 | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 増収率 | 6.68 | 8.47 | 4.61 | 6.55 | 10.35 | 2.47 | 4.14 | 2.10 | 4.96 | 2.73 | 3.94 | 2.92 | 1.50 |
| 営業増益率 | 26.17 | 10.03 | 15.79 | 8.56 | 17.44 | 0.38 | 7.97 | 1.09 | 5.23 | -4.33 | 7.30 | 5.62 | 7.04 |
| 経常増益率 | 32.17 | 9.91 | 18.12 | 11.70 | 17.14 | 2.26 | 8.86 | 2.26 | 7.29 | -4.48 | 6.15 | 6.34 | 7.56 |
| 増益率 | 28.43 | 33.18 | 2.22 | 29.51 | 10.94 | 3.39 | 5.13 | 8.53 | 13.12 | -2.68 | 1.67 | 10.28 | 9.28 |
| 株主資本増加率 | 16.46 | 38.67 | 13.76 | 15.96 | 19.50 | 13.34 | 23.90 | 9.98 | 10.04 | 9.16 | 8.45 | 8.56 | 6.22 |

出典：サンエー『有価証券報告書』 2000 年度版～ 2011 年度版



出典：サンエー『有価証券報告書』 2000 年度版～ 2011 年度版

表7はサンエーの株主資本に関する経営指標の推移である。自己資本比率とは、企業財務の健全性を示す指標として広く利用されている比率で、総資本に対する株主資本の割合を示している。株主資本は返済の必要がない資金のため、この比率が高ければ財務の健全性が高いといえる。上場前の1999年度は33.4%だが年々増加を続けており、2011年度には74.3%となり、企業財務の健全性は大きく向上している。企業財務の健全性は高まったが、株主資本の運用の効率性はどうのように変化したのか分析してみる。

そこで自己資本利益率に注目する。自己資本利益率とは、企業が株主から拠出を受けた資本を運用して生み出すことができた運用利回りのことであり、利益率で表される収益性と、回転率で表される効率性とに分解することができる。この自己資本利益率は、低下傾向にあることがわかる。これは株主資本の拡充の伸び率に対して利益の伸び率が追いついていないことが考えられ、株主資本を使って利益をあげることがやや非効率的になってきているのではないかと考えられる。そこで自己資本比率を売上高利益率と自己資本回転率

に分解して、より詳しく分析してみた。売上高利益率は売上高に占める当期純利益の割合を表している。2000年度には2.83%であったが2011年度には4.22%にまで高まっているため、収益性が向上していることがわかる。一方、自己資本回転率とは、自己資本が何回転したのかを表している。つまり、自己資本を使ってどれだけの売上高をあげることができたのかを示しており、「資本1円あたりどれだけの売上高をあげられたか」¹⁷と言い換えることもできる。この自己資本回転率は2000年度には5.83回であったものが、2011年度には2.16回と半分以下にまで低下している。

自己資本だけでなく他人資本を含めたすべての資本を利用してどれだけの利益をあげているのかを示す使用総資本利益率をみると、2000年度以降は6～7%台で推移している。しかし使用総資本回転率をみると、2000年度以降では低下傾向にある。つまり、毎年安定的に利益を獲得しているのだが、総資本の運用効率は低下してきており、特に株主資本に関しては、増資や利益の留保によって急速に増加したことにより、結果的に効率よく使って利益をあげることができていないことが考えられる。

表7 サンエーの株主資本に関する経営指標の推移

| | 1999年度 | 2000年度 | 2001年度 | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2007年度 | 2008年度 | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 自己資本比率(%) | 33.4 | 42.8 | 46.5 | 45.2 | 45.5 | 55.5 | 61.4 | 65.2 | 67.6 | 64.8 | 65.7 | 72.7 | 74.3 |
| 自己資本利益率(%) | 16.1 | 16.7 | 13.8 | 15.5 | 14.6 | 13.0 | 11.5 | 10.7 | 11.0 | 9.8 | 9.2 | 9.3 | 9.4 |
| 売上高利益率(%) | - | 2.83 | 2.77 | 3.36 | 3.38 | 3.41 | 3.44 | 3.66 | 3.95 | 3.74 | 3.66 | 3.92 | 4.22 |
| 自己資本回転率(回) | - | 5.83 | 4.91 | 4.54 | 4.23 | 3.73 | 3.27 | 2.88 | 2.73 | 2.56 | 2.44 | 2.31 | 2.16 |
| 使用総資本利益率(%) | 4.88 | 6.41 | 6.15 | 7.11 | 6.63 | 6.54 | 6.74 | 6.80 | 7.33 | 6.48 | 5.98 | 6.44 | 6.89 |
| 使用総資本回転率(回) | - | 2.26 | 2.22 | 2.11 | 1.96 | 1.92 | 1.96 | 1.86 | 1.86 | 1.73 | 1.64 | 1.64 | 1.63 |

出典：サンエー『有価証券報告書』2000年度版～2011年度版

『日経経営指標』2003年度版～2011年度版

4. 株主に対する経営

この項では、上場によってサンエーの財務内容の変化と経営戦略が株主にどのような影響を与えているかを分析する。

表8は事業年度別最高株価・最低株価の推移を示している。サンエーの株価は、2005年度の5,700円をピークに年々低下しており、2011年度は3,300円が最高値であった。株価が1株当たり利益の何倍まで買われているかを表す株価収益率も、2005年度の18.4倍をピークに低下してきている。1株当たり当期純利益金額は2005年度の増資以降は増加傾向にあり、株価は長期的にこの数値に連動するといわれていることから、株価は今後上昇することが期待される。当期純利益からどれだけの割合で配当を行ったかを示す配当性向は徐々に増加しており、1999年度の4.8%から2011年度には12.5%にまで高まっている。また、1株当たり配当金額も、2000年度は1株当たり15円だが、2011年度は1株当たり47円にまで増加している。

¹⁷ 富樫清仁『入門財務分析』税務経理協会（2002年）101頁

表9は日経平均株価の推移である。サンエーの株価は2005年度をピークに年々低下しているが、日経平均株価のピークは2007年度であった。なぜサンエーの株価が低下傾向にあるのかという理由を有価証券報告書から分析することは難しいが、配当性向が高まってきたことから、サンエーは株価を上昇させるための政策を行う方針であると考えられる。一方で別途積立金のように利益を企業内部に留保し、資本を充実させ、健全性を高める経営を行っている。これは「業界内の競争に対処すべく新規出店及び既存店の活性化の投資資金、IT関連投資資金等に充当し、更なる業績の向上と企業体質の強化を図るために有効投資していく」¹⁸というサンエーの配当政策の一環である。

表8 サンエーの株主に関する指標

| | 1999年度 | 2000年度 | 2001年度 | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2007年度 | 2008年度 | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 株価 最高値 | | 2280 | 1680 | 1910 | 2680 | 3340 | 5700 | 4900 | 4160 | 4080 | 4020 | 3945 | 3300 |
| 最低値 | | 1260 | 1200 | 1240 | 1410 | 2020 | 2230 | 3460 | 2555 | 2285 | 2520 | 3000 | 2510 |
| 株価収益率(倍) | | 5.3 | 4.7 | 5.2 | 9.1 | 8.8 | 18.4 | 14.4 | 9.0 | 9.7 | 10.5 | 9.3 | 8.3 |
| 1株当たり当期純利益金額(円) | 3131.9 | 265.5 | 259.0 | 335.4 | 304.7 | 255.9 | 267.5 | 278.5 | 315.1 | 306.6 | 311.8 | 343.8 | 375.7 |
| 配当性向(%) | 4.8 | 5.6 | 7.0 | 5.4 | 5.9 | 9.0 | 10.5 | 11.1 | 10.8 | 11.4 | 11.9 | 12.2 | 12.5 |
| 1株当たり配当金(円) | 150 | 15 | 18 | 18 | 18 | 23 | 28 | 31 | 34 | 35 | 37 | 42 | 47 |

出典：サンエー『有価証券報告書』2000年度版～2011年度版

表9 日経平均株価の推移

| | | 2000年度 | 2001年度 | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2007年度 | 2008年度 | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 日経平均株価 | 最高値 | 20833 | 14529 | 11979 | 11161 | 12163 | 16344 | 17563 | 18261 | 14691 | 10639 | 11339 | 10857 |
| | 最低値 | 13423 | 9504 | 8303 | 7607 | 10365 | 10825 | 14218 | 14837 | 7162 | 7054 | 8824 | 8160 |

出典：日経平均プロフィール HP

5. サンエーの設備投資

表10はサンエーの設備投資額と営業活動によるキャッシュ・フローの推移を表している。営業活動によるキャッシュ・フローとは、企業の本業から生じた現金や現金同等物の増減を表したものである。なお、営業活動によるキャッシュ・フローは有価証券報告書の資金フローの注記に基づいて修正を行っている。営業活動によるキャッシュ・フローは、各期大きな変動はあるものの増加傾向にある。

図3は表10をグラフ化したものである。設備投資計画は通常、営業活動によるキャッシュ・フローで得た資金で投資計画を作成し、翌期以降に投資すると考えられるため、それを考慮したものが図4である。図4によると、設備投資金額はほとんどの場合、前期営業活動によるキャッシュ・フローの範囲内に収まっていることがわかる。なお、2000年度は、株式上場と有償一般募集で資金調達を行ったことで、前年度の営業活動によるキャッシュ・フローを上回る設備投資を行ったと考えられる。2002年度はサンエーが運営する県

¹⁸ 『有価証券報告書 2011年度版』より

内最大規模のショッピングセンターである那覇メインプレイスの新規出店によるために、前年度の営業活動によるキャッシュ・フローを上回るものとなっている。

表11はサンエーの店舗数の推移を表している。サンエーは「地元のニーズに合った独自のドミナント戦略」¹⁹を持っている。ドミナント戦略とは、「一社の店舗を集中的に出店することでその地域でより高い市場占有率を奪おうとする地域戦略のことである」。²⁰ この独自のドミナント戦略に基づきスクラップアンドビルドを行いながら店舗数を拡大してきたと考えられる。2006年7月には県外初出店として、熊本県に外食店舗を出店している。2002年度と2008年度をみると、出店数は少ないにも関わらず設備投資の金額が大きいことがわかる。これは、2002年度には那覇メインプレイス、2008年度には経塚シティをオープンさせたことによるものである。なお、那覇メインプレイスオープンの翌年2003年度には、初めて1000億円を超える売上高を達成している。

東京証券取引所第一部に上場し、有償一般募集によって増資を行った2005年度には6店舗、翌年には4店舗を出店し、積極的な出店政策を行っている。営業活動によるキャッシュ・フローに加えて、利払い負担のない直接金融による資金調達によって潤沢な資金が確保できたためこのような出店政策をとることができたと考えられる。

¹⁹ サンエー HP より <http://www.san-a.co.jp/kaishaannai/strategy.htm>

²⁰ 日本フランチャイズチェーン協会『フランチャイズハンドブック』商業界（2003年）342頁

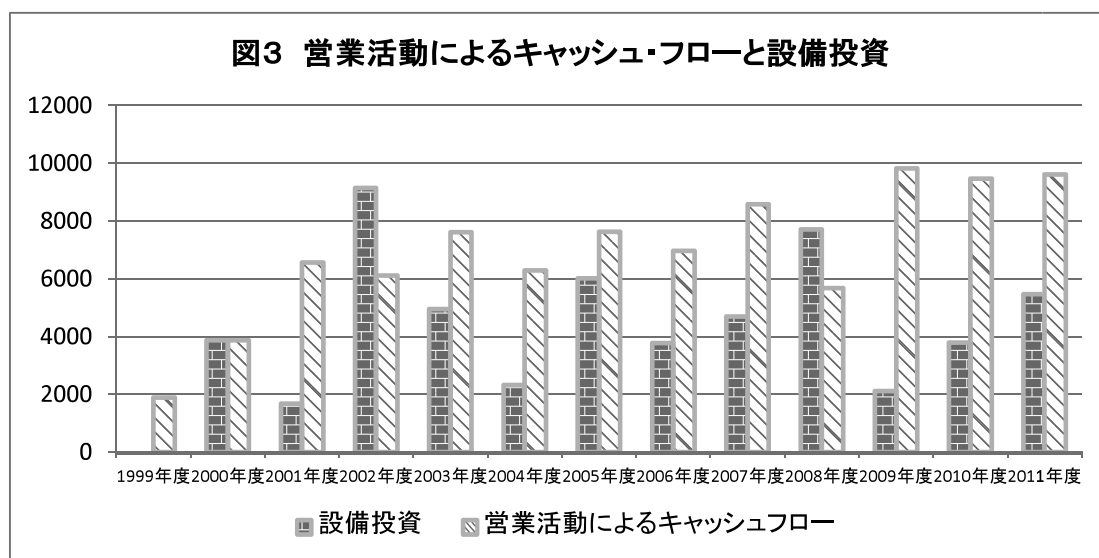
表 10 営業活動によるキャッシュ・フローと設備投資

(単位:百万円)

| | 1999年度 | 2000年度 | 2001年度 | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2007年度 | 2008年度 | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 設備投資 | — | 3,874 | 1,672 | 9,131 | 4,945 | 2,322 | 6,006 | 3,763 | 4,682 | 7,697 | 2,108 | 3,791 | 5,463 |
| 営業活動による キャッシュフロー | 1,879 | 3,874 | 6,555 | 6,100 | 7,599 | 6,287 | 7,628 | 6,962 | 8,577 | 5,674 | 9,815 | 9,463 | 9,611 |

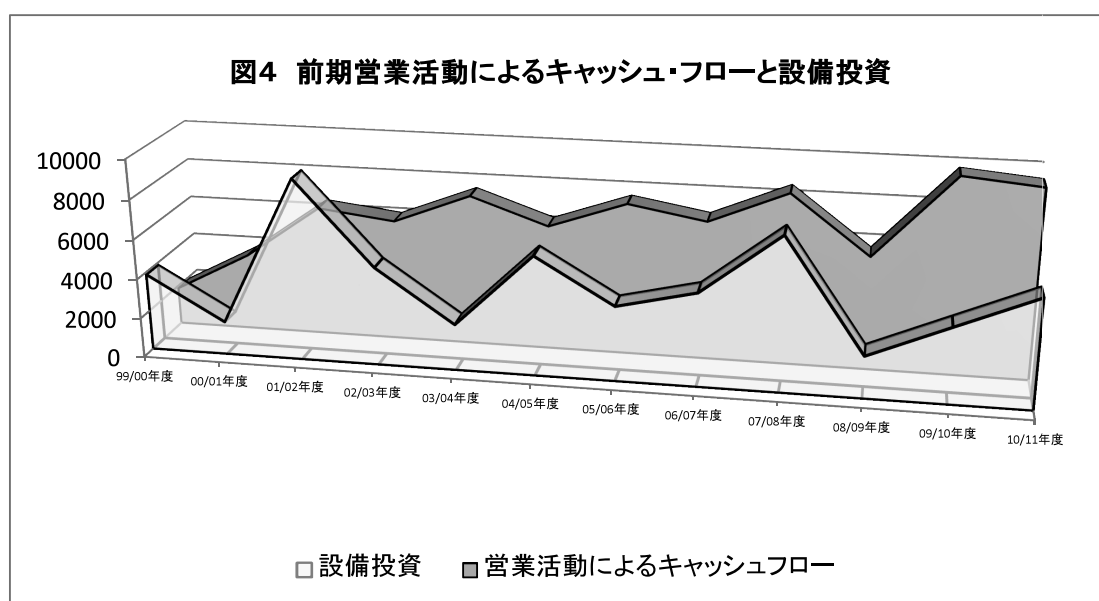
出典：サンエー『有価証券報告書』 2000 年度版～ 2011 年度版

(注) 営業活動によるキャッシュ・フローは有価証券報告書の資金フローの注記に基づいて修正を行っている



出典：サンエー『有価証券報告書』 2000 年度版～ 2011 年度版

(注) 営業活動によるキャッシュ・フローは有価証券報告書の資金フローの注記に基づいて修正を行っている



出典：同上

表 11 店舗数の推移

| | 1999年度 | 2000年度 | 2001年度 | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2007年度 | 2008年度 | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 総合店舗 | 18 | 19 | 19 | 20 | 18 | 18 | 19 | 20 | 20 | 21 | 21 | 20 | 20 |
| 衣料・住関連店舗 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 食品店舗 | 27 | 29 | 29 | 29 | 33 | 34 | 34 | 35 | 37 | 36 | 37 | 38 | 40 |
| ドラッグストア | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 外食部門 | 8 | 9 | 10 | 10 | 10 | 11 | 13 | 15 | 16 | 17 | 16 | 14 | 14 |
| ホテル | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| ペンション | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 合計 | 61 | 65 | 66 | 67 | 69 | 71 | 74 | 76 | 78 | 79 | 79 | 77 | 79 |
| 開店 | 4 | 4 | 1 | 1 | 3 | 3 | 6 | 4 | 4 | 2 | 1 | 1 | 2 |
| 廃店 | — | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 3 | 2 | 2 | 1 | 1 | 3 | 0 |

出典：サンエー『有価証券報告書』 2000 年度版～2011 年度版

(注 1)「総合店舗」は衣料品、住居関連用品、食料品を全て取り扱う

(注 2)「衣料・住関連店舗」は衣料品、住居関連用品を取り扱う

(注 3)「食品店舗」は食料品、住居関連用品を取り扱う

(注 4)「外食部門」は単独店舗として運営しているもの

6. サンエーの雇用の状況

表 12 はサンエーの雇用の状況を表している。パートやアルバイトを含めた従業員の総数は増加しており、それに伴い給与手当の総額も毎年増加している。平均給与は増減を繰り返しながらも増加しており、2000 年度に比べ 2011 年度は 12.7% 増加している。勤続年数は年々高まっており、2000 年度に 7.6 年であったものが 2011 年度には 11.8 年になった。また、それに伴い平均年齢も 2000 年度の 30.5 歳から 2011 年度には 35.0 歳になっている。このことから、サンエーは安定した雇用を維持しており、雇用環境が整っていることが伺える。

「サンエーの一番の強みは、人材である」²¹との言葉通り、サンエーは人材育成に力を入れている。従業員の教育は会社にとってはコストであり、同時に投資である。長期間の安定した雇用によってその投資が回収されることになり、会社の発展にとってそれは大きなプラスとなる。また、経営理念に基づく教育によりいわゆる「サンエーイズム」が浸透し、共感する人材を育成し、長期的な雇用により、サンエーと従業員との間には強固な信頼関係が構築されていくことになる。

²¹ サンエー HP より <http://www.san-a.co.jp/challenge/ism.asp>

表 12 サンエーの従業員の状況の推移

| | 2000年度 | 2001年度 | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2007年度 | 2008年度 | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 給料手当(百万円) | 2,315 | 2,483 | 2,616 | 2,671 | 2,624 | 2,611 | 2,747 | 2,850 | 2,996 | 3,144 | 3,137 | 3,199 |
| 賞与(百万円) | 1,288 | 1,507 | 1,552 | 1,561 | 1,237 | 1,615 | 1,261 | 1,507 | 1,130 | 1,263 | 1,634 | 1,695 |
| 平均年間給与(千円) | 3,984 | 4,167 | 4,144 | 4,165 | 3,978 | 4,369 | 4,235 | 4,286 | 4,235 | 4,120 | 4,232 | 4,491 |
| 勤続年数(年) | 7.6 | 7.6 | 7.8 | 8.6 | 9.4 | 9.9 | 9.9 | 10.3 | 10.4 | 10.8 | 11.3 | 11.8 |
| 平均年齢(歳) | 30.5 | 30.5 | 30.8 | 31.6 | 32.4 | 33.0 | 33.2 | 33.6 | 33.7 | 33.8 | 34.6 | 35.0 |
| 従業員数(人) (パート・アルバイト) | 859 (2,837) | 930 (3,012) | 971 (3,433) | 947 (3,851) | 906 (3,979) | 901 (4,163) | 940 (4,363) | 982 (4,567) | 1,035 (4,818) | 1,080 (5,045) | 1,091 (5,145) | 1,085 (5,246) |

出典：サンエー『有価証券報告書』 2000 年度版～2011 年度版

(注 1) 平均年間給与には、賞与及び基準外賃金を含む

(注 2) 平均年間給与は、入社 1 年以上の社員を対象に計算している

(注 3) 従業員数は就業人員（グループ会社への出向者を除く）であり、準社員及び嘱託社員を含む

(注 4) パート・アルバイト（臨時従業員）は年間平均雇用人員（1 人 8 時間換算）を記載している

Ⅲ まとめ

今回の分析により株式上場がサンエーの財務内容に与える影響を明らかにした。株式上場により直接資金調達することが可能となったため、借入金を株式上場前のおよそ 10 分の 1 にまで大幅に圧縮することができた。その結果、利息の支払い負担が軽くなり、また、余剰利益を社内に留保することで株主資本を充実させ、財務の健全性が高まることとなった。総資産からの借入金への返済額が低下し利払い負担が軽くなったことで、サンエーは余剰資金を設備投資に振り分けることが可能となり、結果的に事業規模の拡大が達成できたと考えられる。つまり、直接資金調達により利払い負担が軽減され、積極的に投資を行うことができるようになり、事業規模が拡大し、より大きな利益をあげることができれば、借入金の返済だけでなくさらに積極的な投資を行うことができ、さらに事業規模の拡大につながる。こうした好循環が生み出されたことにより、サンエーの財務体質は非常に高い健全性をほこり、また、沖縄の小売業界で最高の売上高および最高の利益率を達成し、今なお発展を続けている。

また、株主への還元も積極的に進めている。2011 年度の配当性向は、1999 年度の 2.6 倍にまで高まってきていることから、サンエーは余剰利益を設備投資に回すだけでなく、株主へ配当として還元することに努めていることがわかる。

余剰資金は主に株主、債権者、労働者の 3 者に配分され、残りは内部留保され設備投資などに振り分けられる。債権者に配分される借入金や支払利息の負担がなくなれば、その分を残りの者に振り分けることが可能になる。営業活動によるキャッシュ・フローの範囲内での設備投資や、株主への配当を増加させていることはすでに確認した。株式上場後のサンエー従業員の平均賃金は 12.7% 上昇していることから、労働者への配分も増加していることがわかる。

経営者の明確な経営理念および経営ビジョンは、会社の発展に大きな影響を及ぼす。創

業者の折田喜作は「自主独立」と「善の発想」という明確な経営理念を持っていた。そして、「20世紀中に株式公開まで持っていきたい」という明確な願いを持っていた。換言すればそれは経営ビジョンである。それらは現在の上地哲誠社長にしっかりと引き継がれ、20世紀中の株式公開という創業者の念願を見事に達成したのである。

経営理念のもとで20世紀中の株式公開という経営ビジョンを通して経営スタンスが明確化される。つまり、経営ビジョンは様々な経営戦略の前提となっている。サンエーは「20世紀中に株式公開する」という明確な経営ビジョンに向かって社員一丸となって様々な経営戦略に取り組んできたのである。上場基準を満たすために何か特別なことを行ったか、という質問に対し、「特別なことは何もやっていない。やるだけのテクニックもない。日頃から小さなことの積み重ねだ」。²²サンエーの社員にとって、株式上場のために何か特別なことを行うという意識はなかったのではないかと推察できる。それは、創業者の経営理念に基づいた経営ビジョンを実現するための様々な経営戦略に盛り込まれているためであり、特別なことではなく通常の業務そのものだったのだろうと推察できる。それらの積み重ねがサンエーの発展につながり、その過程の中で株式上場があったということである。創業者・折田喜作の、「成功して沖縄の人たちに希望を与える企業とは、成功し続けなければならない企業のことである。それはつまり、永久になくならないことを意味している」。²³この言葉からもサンエーまだ成功し続けている企業といえる。株式上場とは、企業の成長と発展の過程の中の一つであり、「通過点」にすぎない。

創業者・折田の経営ビジョンを受け継いだ上地社長によって株式上場を達成したサンエーは、財務内容に様々な変化が生じることとなった。それはサンエーの発展に好影響を与えており、創業以来の経営理念のもとで、さらなる発展を期待したい。

今回の調査、研究を通して、今後につながる多くの研究課題が見つかった。当面の課題としては、株式上場前のサンエーの財務内容への影響の分析である。株式上場による財務内容への影響は少なくとも3つ考えられる。株式上場を行うまでの財務内容への影響、株式上場を行ったことによる影響、株式上場後の影響である。今回は株式上場前のサンエーの財務内容に与える影響の分析は行っていないため、今後は株式上場前の財務情報の収集と分析を行っていききたい。

参考文献1（著書）

- 1 『日経経営指標 全国上場会社』日本経済新聞社 2003年度版～2011年度版
- 2 久保幸年『上場基準・上場審査ハンドブック』中央経済社（2005年）
- 3 富樫清仁『入門財務分析』税務経理協会（2002年）

²² 2012年9月27日 今中泰洋・サンエー取締役総務部長への筆者インタビュー

²³ 同上

- 4 佐藤靖『わかりやすい財務分析』同文館出版（2002 年）
- 5 末松義章『倒産・粉飾を見分ける財務分析のしかた』中央経済社（2011 年）
- 6 井口秀昭『図解 決算書超読解法』東洋経済新報社（2008 年）
- 7 森田松太郎『ビジネス・セミナー経営分析入門』日本経済新聞社（2005 年）
- 8 沖縄国際大学公開講座委員会『沖縄国際大学公開講座 21 産業を取り巻く情報－多様な情報と産業－』沖縄国際大学公開講座委員会（2012 年）
- 9 桜井久勝『財務会計講義 第 12 版』中央経済社（2011 年）
- 10 広瀬義州『財務会計第 10 版』中央経済社（2011 年）
- 11 百瀬恵夫『中小企業と地域産業の人材育成』同友館（2008 年）
- 12 加藤徹・塚本和彦『新会社法の基礎』法律文化社（2009 年）
- 13 末永敏和・吉本健一『新株式制度の読み方・考え方』中央経済社（2002 年）
- 14 岸田雅雄『ゼミナール会社法入門』日本経済新聞出版社（2012 年）
- 15 監査法人トーマツ『株式上場ハンドブック』中央経済社（2002 年）
- 16 佐藤裕一『ビジュアル 経営分析の基本』日本経済新聞出版社（2011 年）
- 17 日本フランチャイズチェーン協会『フランチャイズハンドブック』商業界（2003 年）

参考文献 2（その他）

- 1 サンエー『有価証券報告書』2000 年度版～2011 年度版
- 2 『琉球新報』2012 年 5 月 3 日付朝刊
- 3 「総力特集ローカルの王者 強さの秘密」『商業界』株式会社商業界 2001 年 1 月号 34 頁
- 4 サンエー HP <http://www.san-a.co.jp/>
- 5 総務省統計局調査部経済基本構造統計課「経済センサス－基礎調査」HP
<http://www.e-stat.go.jp/SG1/estat/NewList.do?tid=000001036783>
- 6 日経平均プロフィール HP <http://indexes.nikkei.co.jp/nkave>